

江波龙 (301308)

证券研究报告
2024年08月31日

24H1 业绩高增，自研芯片热卖&AI 催化企业级产品，第二增长曲线已现

事件：公司发布 2024 半年度报告，完成营业收入 90.39 亿元，同比增长 143.83%。公司实现归母净利润 5.94 亿元，同比增长 199.64 %。扣非归母净利润 5.39 亿元，同比增长 189.14 %。

点评：24H1 业绩高增；市场回暖、自研发力、并购整合、研发加速。24H1 公司业绩增长归因于四方面：1) 全球半导体存储市场进入上升周期，公司凭借对行业趋势的预判及在规模、技术、供应链等方面的综合优势，成功推动了嵌入式存储、固态硬盘等多领域业务的增长；2) 自研战略持续见效，企业级存储业务大幅增长，收入达到 2.91 亿元，同比增长超 20 倍。自研主控芯片应用广泛，出货量超过千万颗。同时，小容量存储芯片业务也展现出差异化竞争优势，出货量累计超过 5000 万颗；3) 巴西 Zilia 与元成苏州的顺利整合，为公司全球供应链布局提供了有力支持。巴西 Zilia 24H1 收入 9.91 亿元，元成苏州 24H1 收入 2.11 亿元，较去年同期均有所上升，并在 2024 年上半年为公司贡献了正向利润；4) 公司持续加大研发投入，上半年研发费用达到 4.75 亿元，同比增长 92.51%。同时，实施股权激励计划，以进一步巩固公司的核心竞争力和长效激励机制。

企业级存储收入同比增长超过 2000%，Lexar 全球热销，推动二次增长曲线。1) 公司企业级存储业务大幅增长，收入达 2.91 亿元，同比增长超过 2000%。推出多款高速 eSSD，覆盖主流容量，支持高耐用性，形成全面产品组合。自研 PCIe SSD 具多项先进功能，提升数据安全与可靠性，与多个国产 CPU 平台适配。eSSD 实现大批量出货，拓展云服务客户，助力业绩增长。公司具备“eSSD+RDIMM”供应能力，满足市场高性能需求。随政策推动，公司将抓住国产企业级存储市场机遇，推动业务飞跃增长；

2) 公司于 2017 年收购 Lexar，成高端消费存储品牌佼佼者。2019 至 2023 年，Lexar 全球营收激增至 24.26 亿元。2024 上半年，Lexar 全系列产品销售收入增长 70.55% 至 16.3 亿元，在波兰、新加坡固态硬盘和中国和法国 Cfe 存储卡市场领先。上半年推出多项创新产品，利用中国供应链优势，覆盖全球 50 多国市场，线上线下均获份额提升。通过全球展会及与华硕等品牌合作，Lexar 品牌影响力与竞争力显著增强。

专利与技术储备行业领先，自研芯片千万级出货，助力消费级与车规级存储创新突破。专利技术方面，截至 2024 年 6 月底，累计获专利 560 项，包括发明专利 221 项、海外专利 104 项，软件著作权 119 项及集成电路布图设计 7 项。公司深谙人才价值，尤其注重研发力量的增强，截至同期，技术研发团队已壮大至 1057 人。**自主研发方面，**1) 自主研发推出 WM6000 与 WM5000 两款主控芯片，截止 2024 年 6 月均已实现超千万颗规模化出货。WM6000 为 eMMC 控制器，28nm 工艺，支持 eMMC 5.1，采用自研 LPDC 算法，提升数据存储可靠性，性能优于市场同类产品，广泛应用于手机、平板等。WM5000 为 SD 存储卡控制器，同样 28nm 工艺，支持 SD 6.1，亦采用自研算法提升可靠性，高速读写性能适用于运动相机、行车记录仪等多领域；2) 公司聚焦小容量存储设计，自研 SLC NAND Flash 芯片，已量产 5 款 4xnm 至 2xnm 工艺芯片，涵盖 512Mb 至 8Gb 多款产品，采用先进工艺，提供多样化解决方案。鉴于存储原厂转向 QLC NAND，公司计划以 SLC NAND 为基础，积累经验，逐步拓展至 MLC NAND 设计，首颗 32Gbit 2D MLC NAND 已完成流片验证，未来适时发布样品。3) 公司顺应消费级产品大容量、高性能、低功耗趋势，在 eMMC 领域创新，利用自研技术推出 1TB QLC eMMC，丰富手机平板存储选择。同时，公司紧跟端侧 AI 发展，推出 LPCAMM 2 等新型内存产品，跨界融合 PC 与手机应用，提升性能、能效与空间利用率，助力打造轻薄、长续航、高性能设备，为消费级存储业务注入强劲动力。4) 公司车规级产品自研自产，适应极端工况，确保数据稳定，覆盖 40°C 至 105°C 温度范围。已与超 20 家国内外汽车品牌合作，应用于 DVR、ADAS 等 10 余种车载场景，获客户信赖。2024H1，车规级 UFS2.1 产品量产验证成功，UFS3.1 产品完成设计验证并送样重要客户，市场竞争力与技术实力提高汽车智能化存储领域奠定坚实基础。

收购巴西存储巨头，加速全球化战略经营布局。2023 年，公司收购巴西存储巨头 Zilia，深化海外市场布局。Zilia 拥有完善的海外供应链，与全球存储龙头及原厂紧密合作，在巴西市场影响深远，并拓展全球产业链。结合公司技术、测试优势与元成苏州、Zilia 的封装测试能力，公司构建了全球化与本土产能并行的制造体系，增强供应链弹性。依托 Zilia 资源，公司将提升国际化运营，利用其贴近海外客户的优势及自研技术、综合存储产品，扩大海外市场份额，稳固国际业务基础。长远视角，江波龙国际供应链平台以 Zilia 为标杆，为国产存储晶圆产能国际化竞争开辟新路径，构建坚实支撑。

存储双雄：FORESEE 技术领航，Lexar 荣誉满载，全球品牌影响力再升级。ToB 行业品牌，公司历经十余年技术深耕，成功塑造了 FORESEE 品牌，于存储领域内建立了卓越口碑。其明星产品 eSSD——FORESEE ORCA 4836 NVMe SSD，在 2024 年荣获 ASPENCORE “2024 年中国 IC 设计成就奖-年度最佳存储器”、中国电子信息博览会“CITE 创新奖”及通信产业报全媒体“2024MWC 上海编辑选择”。FORESEE 车载监控 SSD 亦获电子发烧友“2023 年 IoT 大会创新奖·IoT 年度产品奖”与 A&S “TOP 数字化应用产品及解决方案[智能安防]”奖项；SLC NAND Flash 产品则在 2023 年中国国际社会公共安全产品博览会上摘得创新产品特等奖，并获电子产品世界 EPWP 评为“中国芯最佳数字芯片”。此外，XP2200 BGA SSD 荣获第十八届中国芯“优秀技术创新产品”，车规级 UFS 则赢得深圳市汽车电子行业协会颁发的 2022 年度汽车电子科学技术奖突出创新产品奖。**ToC 零售品牌，**公司于 2017 年战略性地收购了 Lexar (雷克沙)，成为中国大陆少数拥有高端消费类存储品牌的企业之一。Lexar 该品牌、产品及设计频繁获得国际权威媒体与机构的高度赞誉，包括美国头部媒体 Videomaker、TIPA、摄影之友杂志及蜂鸟网等评选的多项最佳存储产品奖项，以及 NikkTech 金牌奖、CDRLab 最佳购买奖、Mashable 最佳技术奖等殊荣。2024 年上半年，Lexar 雷克沙再度发力，七款新品荣获红点大奖，进一步巩固并扩大了其在国内、北美、欧洲及亚太等全球市场的品牌影响力。

投资建议：考虑手机、个人电脑等主要存储应用市场逐步回暖，全球半导体存储行业进入上升周期，2024/2025 年实现归母净利润由 8/10.5 亿元上调至 10.5/11.5 亿元，新增 26 年归母净利润预测 13.51 亿，维持“买入”评级。

风险提示：存储行业复苏不及预期，研发技术人员流失，车规市场验证进度不及预期，行动方案实施效果不达预期

投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	73.4 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	415.98
流通 A 股股本(百万股)	115.86
A 股总市值(百万元)	30,533.05
流通 A 股市值(百万元)	8,503.84
每股净资产(元)	16.30
资产负债率(%)	59.11
一年内最高/最低(元)	109.88/65.52

作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005	panjian@tfzq.com
缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080003	miaoxinjun@tfzq.com
李泓依	分析师
SAC 执业证书编号: S1110524040006	lihongyi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《江波龙-公司点评:质量回报双提升，看好公司健康长期高质量发展》2024-02-29
- 《江波龙-公司点评:2023 年度收入超百亿，四季度有望扭亏为盈》2024-02-01
- 《江波龙-季报点评:23Q3 业绩环比改善明显，周期复苏+eSSD 等业绩放量助推长期业绩高增》2023-11-08

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,329.93	10,125.11	15,005.42	19,011.86	22,510.04
增长率(%)	(14.55)	21.55	48.20	26.70	18.40
EBITDA(百万元)	794.46	409.44	1,480.18	1,582.90	1,800.12
归属母公司净利润(百万元)	72.80	(827.81)	1,052.50	1,151.66	1,351.48
增长率(%)	(92.81)	(1,237.15)	227.14	9.42	17.35
EPS(元/股)	0.18	(1.99)	2.53	2.77	3.25
市盈率(P/E)	401.48	(35.31)	27.77	25.38	21.63
市净率(P/B)	4.40	4.85	4.18	3.57	3.06
市销率(P/S)	3.51	2.89	1.95	1.54	1.30
EV/EBITDA	28.34	100.56	18.09	19.48	14.04

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,917.20	1,218.95	3,763.65	1,520.95	5,209.64
应收票据及应收账款	913.72	1,345.30	427.72	607.00	618.11
预付账款	140.67	331.59	19.23	40.85	48.64
存货	3,744.18	5,893.17	2,424.67	8,432.90	4,058.56
其他	620.70	276.45	86.02	121.62	110.06
流动资产合计	7,336.47	9,065.45	6,721.29	10,723.32	10,045.01
长期股权投资	24.79	25.16	25.16	25.16	25.16
固定资产	509.87	1,517.59	1,574.81	1,579.37	1,539.32
在建工程	123.03	422.95	289.77	221.86	163.12
无形资产	284.02	465.04	424.48	383.92	343.36
其他	685.57	2,183.66	1,179.82	1,226.03	1,251.58
非流动资产合计	1,627.29	4,614.40	3,494.04	3,436.34	3,322.55
资产总计	8,963.76	13,679.85	10,215.32	14,159.66	13,367.55
短期借款	1,075.21	2,916.05	1,000.00	2,471.39	1,000.00
应付票据及应付账款	662.50	1,147.41	1,256.85	1,994.97	1,753.04
其他	244.10	804.08	299.53	449.92	404.67
流动负债合计	1,981.81	4,867.54	2,556.39	4,916.27	3,157.72
长期借款	250.23	2,092.26	200.00	580.58	200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	77.37	204.80	34.29	40.36	43.10
非流动负债合计	327.60	2,297.06	234.29	620.94	243.10
负债合计	2,325.01	7,230.44	2,790.68	5,537.22	3,400.82
少数股东权益	0.00	428.28	426.02	425.20	423.91
股本	412.86	412.86	415.98	415.98	415.98
资本公积	3,879.14	4,077.75	4,075.85	4,075.85	4,075.85
留存收益	2,209.74	1,381.93	2,434.43	3,586.09	4,937.57
其他	137.01	148.59	72.36	119.32	113.42
股东权益合计	6,638.75	6,449.40	7,424.64	8,622.44	9,966.74
负债和股东权益总计	8,963.76	13,679.85	10,215.32	14,159.66	13,367.55

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	72.80	(837.26)	1,052.50	1,151.66	1,351.48
折旧摊销	62.43	121.61	176.52	183.91	189.35
财务费用	52.73	101.64	26.37	(2.28)	(18.00)
投资损失	(3.96)	(0.51)	(48.16)	(48.16)	(48.16)
营运资金变动	(777.53)	(3,133.35)	5,524.98	(5,398.09)	4,054.76
其它	267.18	949.47	(3.04)	(0.82)	(1.29)
经营活动现金流	(326.36)	(2,798.40)	6,729.17	(4,113.78)	5,528.14
资本支出	238.85	2,347.28	230.51	73.93	47.26
长期投资	24.79	0.37	0.00	0.00	0.00
其他	(1,223.36)	(4,009.11)	(239.34)	(105.77)	(49.10)
投资活动现金流	(959.72)	(1,661.46)	(8.83)	(31.84)	(1.84)
债权融资	557.20	3,876.30	(4,100.63)	1,855.96	(1,831.71)
股权融资	2,192.37	210.19	(75.01)	46.96	(5.90)
其他	(193.42)	(368.61)	(0.00)	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	2,556.15	3,717.87	(4,175.64)	1,902.92	(1,837.61)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,270.07	(741.99)	2,544.70	(2,242.70)	3,688.69

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,329.93	10,125.11	15,005.42	19,011.86	22,510.04
营业成本	7,296.86	9,295.95	12,462.75	15,878.71	18,624.81
营业税金及附加	7.99	10.85	7.50	9.51	22.51
销售费用	267.17	481.98	382.64	503.81	643.11
管理费用	211.48	439.97	330.12	528.53	697.81
研发费用	356.03	593.65	586.11	760.47	979.19
财务费用	33.89	70.74	26.37	(2.28)	(18.00)
资产/信用减值损失	(158.24)	(357.50)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
公允价值变动收益	22.80	39.17	(0.79)	0.00	0.00
投资净收益	3.96	0.51	48.16	48.16	48.16
其他	244.31	609.40	0.00	0.00	0.00
营业利润	43.67	(1,059.60)	1,237.29	1,361.27	1,588.77
营业外收入	2.33	2.18	1.39	1.58	1.20
营业外支出	0.62	0.85	3.09	3.68	4.20
利润总额	45.39	(1,058.28)	1,235.59	1,359.17	1,585.77
所得税	(27.41)	(221.02)	185.34	208.33	235.58
净利润	72.80	(837.26)	1,050.25	1,150.84	1,350.19
少数股东损益	0.00	(9.45)	(2.25)	(0.82)	(1.29)
归属于母公司净利润	72.80	(827.81)	1,052.50	1,151.66	1,351.48
每股收益(元)	0.18	(1.99)	2.53	2.77	3.25

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-14.55%	21.55%	48.20%	26.70%	18.40%
营业利润	-96.31%	-2526.14%	-216.77%	10.02%	16.71%
归属于母公司净利润	-92.81%	-1237.15%	227.14%	9.42%	17.35%
获利能力					
毛利率	12.40%	8.19%	16.95%	16.48%	17.26%
净利率	0.87%	-8.18%	7.01%	6.06%	6.00%
ROE	1.10%	-13.75%	15.04%	14.05%	14.16%
ROIC	3.07%	-16.28%	11.69%	25.26%	13.64%
偿债能力					
资产负债率	25.94%	52.85%	27.32%	39.11%	25.44%
净负债率	-8.81%	62.96%	-34.46%	17.84%	-40.14%
流动比率	3.67	1.84	2.63	2.18	3.18
速动比率	1.80	0.64	1.68	0.47	1.90
营运能力					
应收账款周转率	10.89	8.96	16.93	36.75	36.75
存货周转率	2.27	2.10	3.61	3.50	3.60
总资产周转率	1.10	0.89	1.26	1.56	1.64
每股指标(元)					
每股收益	0.18	-1.99	2.53	2.77	3.25
每股经营现金流	-0.78	-6.73	16.18	-9.89	13.29
每股净资产	15.96	14.47	16.82	19.71	22.94
估值比率					
市盈率	401.48	-35.31	27.77	25.38	21.63
市净率	4.40	4.85	4.18	3.57	3.06
EV/EBITDA	28.34	100.56	18.09	19.48	14.04
EV/EBIT	30.64	140.81	20.54	22.04	15.69

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com